



# MISE EN LUMIÈRE DE **7 ACTIONS PHARES** DE LA GESTION FLEXIBLE DE WATERLOO ASSET MANAGEMENT

A LIRE AUSSI

LA GESTION FLEXIBLE  
DE WATERLOO ASSET  
MANAGEMENT

Dans un univers financier où performance et innovation sont des piliers incontournables, Waterloo Asset Management excelle grâce à une gestion d'actifs de type Flexible qui valorise des sélections d'actions pointues et incarne les convictions profondes de notre comité d'investissement. Nous avons sollicité Frédéric Steinkuhler, Head of Investment chez Waterloo Asset Management, pour mettre en lumière cinq actions phares de notre portefeuille, particulièrement prisées par notre comité.

Cette approche flexible a été couronnée par la note parfaite de cinq étoiles Morningstar sur les cinq dernières années, témoignant de notre expertise, de notre rigueur et de notre engagement envers l'excellence et l'innovation.

Découvrez comment Waterloo Asset Management sculpte avec précision le paysage de ses investissements pour bâtir un succès durable.

## TABLE DES MATIÈRES

|                     |    |
|---------------------|----|
| La gestion flexible | 3  |
| Microsoft           | 4  |
| Novo Nordisk        | 5  |
| Nvidia              | 6  |
| UBS                 | 8  |
| Keyence Corp        | 9  |
| Alphabet            | 10 |
| Stellantis          | 11 |

## Waterloo Asset Management

Bureaux de Belgique  
Drève Richelle 161, bte 39  
B-1410 Waterloo  
Tel : 02/357.03.40

Bureaux de Luxembourg  
Place de Paris 2  
L-2314 Luxembourg  
Tel : +352 2 848 8882

[www.waterloo-am.com](http://www.waterloo-am.com)  
[info@waterloo-am.com](mailto:info@waterloo-am.com)

# LA GESTION FLEXIBLE

Quand faut-il rentrer ou sortir des marchés financiers ? C'est une question que se pose la plupart des investisseurs. La réponse à cette interrogation, que l'on appelle dans le jargon financier le « Market Timing », a un impact important sur le rendement de vos investissements.

Dans les faits, ce choix est très souvent guidé par un aspect émotionnel. Lorsque le marché chute, comme cela a été le cas en mars 2020, l'investisseur a tendance à paniquer et à diminuer son exposition en actions alors que l'inverse est souvent plus bénéfique pour son portefeuille.

La **gestion flexible de Waterloo Asset Management** a pour ambition de piloter ce « Market Timing » par le biais d'une approche quantitative et qualitative.

## QU'ENTEND-ON PAR GESTION FLEXIBLE ?

Il n'existe pas de définition officielle de la gestion flexible. Mais on peut la définir comme une gestion qui permet une allocation variable du portefeuille. En d'autres mots, le gestionnaire peut investir tout ou partie du portefeuille sur la (les) classe(s) d'actif(s) qu'il considère comme la (les) plus appropriée(s) à la conjoncture boursière du moment.

### Une gestion flexible a 3 caractéristiques majeures :

- Un univers d'investissement large et diversifié pour saisir la performance des différentes classes d'actifs financiers ;
- Une gestion opportuniste qui s'adapte à l'évolution des marchés en permanence ;
- Une gestion active permettant de s'exposer au maximum à la hausse des marchés et de limiter les effets de la baisse en faisant varier l'allocation du portefeuille.

Notre gestion flexible privilégie les actions individuelles et met en avant les convictions de notre comité d'investissement.

## NOS DÉCISIONS SE PRENNENT PRINCIPALEMENT À DEUX NIVEAUX.

### LA DÉCISION DE LA PONDÉRATION DES ACTIONS

La pondération des actions de notre gestion peut varier de 30% à 80% de l'actif du portefeuille. Elle est pilotée en temps réel par notre équipe, et nous permet d'adapter rapidement les portefeuilles de nos clients à la conjoncture et à nos attentes macro-économiques.

#### Comment est prise cette décision ?

Notre approche est quantitative et est basée sur une série de critères objectifs qui nous permettent de laisser l'émotionnel de côté.

Il s'agira notamment pour notre équipe d'examiner les points suivants :

- Le niveau de valorisation absolue des actions ((P/E, P/B, P/E Shiller, ...))
- Le niveau de valorisation relative des actions par rapport aux obligations.
- La mesure de risque (Volatilité, CDS, Spread de crédit, ...)

Ces chiffres de pondération des actions sont ensuite validés en Comité d'Investissement au moins une fois par mois afin de prendre en considération ce qui n'est pas modélisable.

### LE CHOIX DES ACTIONS DU PORTEFEUILLE

Une fois que le poids des actions est défini, reste encore à déterminer quels titres de société doivent être achetés.

Nous avons opté pour une sélection d'une cinquantaine de valeurs représentatives de l'ensemble des secteurs de l'économie mondiale. Le choix de ces valeurs est basé ici aussi sur des critères quantitatifs (taille, liquidité, valorisation, risque, diversification géographique, ...). Le tout est à nouveau validé par une analyse qualitative.



# MICROSOFT

MSFT +146.42 | +56.07%

USD



Microsoft est l'un des deux fournisseurs de clouds publics capables de proposer une grande variété de solutions à grande échelle. Grâce à son investissement dans OpenAI, l'entreprise s'est également imposée comme un leader dans le domaine de l'intelligence artificielle. L'entreprise a également connu un grand succès en vendant aux utilisateurs des versions plus chères d'Office 365, notamment pour y inclure des fonctions de téléphonie avancées. Ces facteurs se sont combinés pour donner naissance à une entreprise plus ciblée qui offre une croissance impressionnante de son chiffre d'affaires avec des marges élevées et en expansion.

Nous pensons qu'Azure est la pièce maîtresse du nouveau Microsoft. Même si nous estimons qu'il s'agit déjà d'une activité d'environ 58 milliards de dollars, elle a connu une croissance impressionnante de 30 % au cours de l'exercice 2023. Azure présente plusieurs avantages distincts, notamment celui d'offrir aux clients un moyen simple d'expérimenter et de déplacer des charges de travail sélectionnées vers le cloud, créant ainsi des environnements cloud hybrides transparents. Comme les clients existants restent dans le même environnement Microsoft, les applications et les données sont facilement déplacées de l'intérieur vers l'extérieur. Microsoft peut également s'appuyer sur son énorme base installée de toutes les solutions Microsoft comme point de contact pour une migration vers Azure. Azure est également un excellent point de départ pour les tendances séculaires en matière d'IA, de business intelligence et d'Internet des objets, puisqu'il continue de lancer de nouveaux services centrés sur ces grands thèmes.

Microsoft fait également évoluer ses produits traditionnels sur site vers des solutions basées sur le cloud. Les applications critiques comprennent LinkedIn, Office 365, Dynamics 365 et la plateforme Power, ces mouvements ayant désormais dépassé la moitié du chemin et n'étant plus un frein financier. Office 365 conserve son quasi-monopole sur les logiciels de productivité bureautique, ce qui ne devrait pas

changer dans un avenir proche. Enfin, l'entreprise oriente de plus en plus ses activités de jeux vers des revenus récurrents et vers l'informatique dématérialisée. Nous pensons que les clients continueront à conduire la transition des solutions sur site vers les solutions en nuage, et que la croissance du chiffre d'affaires restera robuste avec des marges qui continueront à s'améliorer au cours des prochaines années.

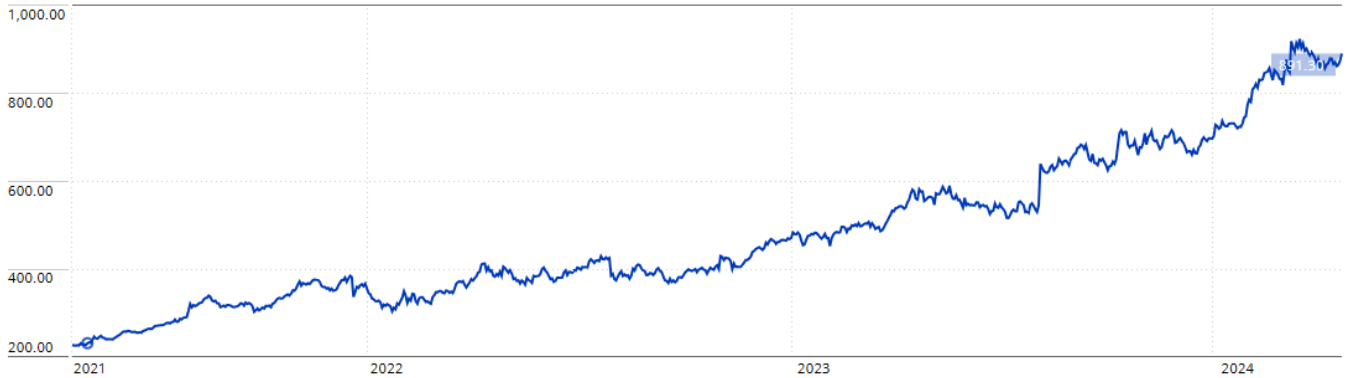
- Le cloud public est largement considéré comme l'avenir de l'informatique d'entreprise, et Azure est un service de premier plan qui bénéficie de l'évolution vers des environnements hybrides, puis vers des environnements de cloud public.
- Microsoft 365 continue de bénéficier de la vente à la hausse d'unités de stockage plus coûteuses étant donné que les clients sont prêts à payer plus cher pour une meilleure sécurité.
- Microsoft a des positions de monopole dans divers domaines (OS, Office) qui servent de vaches à lait pour aider à stimuler la croissance d'Azure.
- Leader mondial avec grosse barrière à l'entrée car changer de fournisseur signifierait un changement complet d'infrastructure pour l'utilisateur Microsoft
- En termes de valorisation, il est vrai que Microsoft n'est pas réellement bon marché (P/E de 31.7 et P/B de 11). Mais avec une marge opérationnelle attendue de 57.8% et une croissance de l'EBITDA attendue de 38.1% pour 2024, nous sommes largement rémunérés pour le risque pris au niveau de la valorisation.



# NOVO NORDISK

NOVO B +663.85 | +291.87%

DKK



Pionnier du traitement du diabète, Novo est présent dans ce secteur depuis plus de 85 ans et détient 32 % du marché des traitements du diabète, qui s'élève à plus de 50 milliards de dollars, et environ la moitié du marché de l'insuline, qui s'élève à plus de 15 milliards de dollars. La prévalence du diabète devrait monter en flèche dans les décennies à venir en raison d'une population de plus en plus obèse et vieillissante et nous pensons que Novo maintiendra sa large marge de manœuvre en continuant à dominer l'innovation en matière de traitement du diabète et de l'obésité. Les besoins en insuline augmenteront à mesure que de plus en plus de patients seront diagnostiqués et traités pour le diabète, et que les patients nécessiteront des régimes plus intenses à mesure que leur maladie progressera.

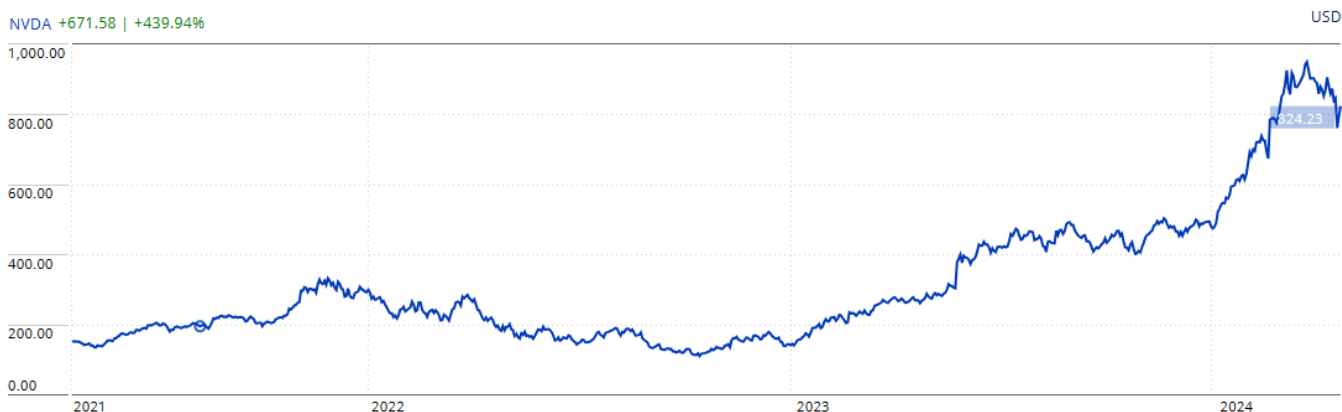
La croissance provient en grande partie des thérapies GLP-1, qui comprennent Victoza en prise quotidienne, Ozempic en prise hebdomadaire et Rybelsus en prise quotidienne par voie orale ; l'efficacité élevée et les avantages cardiovasculaires devraient permettre à Novo de continuer à augmenter les ventes des thérapies GLP-1 dans le diabète. Le potentiel du Semaglutide dans de nouvelles indications nous donne également confiance dans le large fossé de Novo. Le médicament a reçu l'approbation des États-Unis sous le nom de Wegovy dans l'obésité et fait l'objet d'essais de phase 3 dans des domaines tels que la NASH, la maladie d'Alzheimer et l'insuffisance cardiaque. Novo teste également de nouvelles combinaisons thérapeutiques, comme le cagrisema, qui pourraient offrir un contrôle de la glycémie et une perte de poids encore plus convaincants.

- Le nouveau traitement de l'obésité de Novo, Wegovy, élargit considérablement le marché du traitement de l'obésité grâce à sa grande efficacité et devrait rester un médicament clé sur le marché jusqu'à l'expiration du brevet en 2032.
- Avec un solide portefeuille de produits GLP-1, dont l'Ozempic injectable et le Rybelsus oral, Novo est bien placé pour défendre sa formidable part de marché dans le domaine du diabète.
- Le semaglutide fait également l'objet d'études dans des domaines tels que les maladies du foie (NASH) et la maladie d'Alzheimer, et Novo pourrait obtenir une part importante de ces marchés naissants.
- Leader mondial avec grosse barrière à l'entrée : L'envergure mondiale de Novo Nordisk et ses solides actifs incorporels dans le domaine du diabète et des maladies cardiométaboliques connexes comme l'obésité confèrent à l'entreprise un large fossé économique qui protégera sa rentabilité à long terme. Une stratégie de recherche et de développement ciblée permet à l'entreprise d'étendre de façon répétée la protection de ses brevets grâce à l'innovation.



# NVIDIA

NVDA +671.58 | +439.94%



L'équipe de direction de Nvidia lors du CES 2024 à Las Vegas a rassuré les investisseurs qui sont repartis de cet événement avec un peu plus de confiance dans leurs hypothèses actuelles selon lesquelles l'entreprise enregistrera une nouvelle année de croissance exceptionnelle du chiffre d'affaires des centres de données au cours de l'exercice 2025, qui correspond en fait à l'année civile 2024. La valorisation de Nvidia restera étroitement liée à l'évolution rapide du marché de l'intelligence artificielle dans les années à venir.

En ce qui concerne les centres de données, Nvidia prévoit une forte demande continue pour les accélérateurs d'intelligence artificielle tels que les unités de traitement graphique, ou GPU, dans les centres de données, en particulier chez les principaux fournisseurs de cloud. La direction estime qu'elle dispose d'une bonne visibilité sur les plans de dépenses d'investissement de ces fournisseurs de cloud et que les GPU de Nvidia continueront à bénéficier d'une part importante de ces dépenses à court terme.

La direction s'est également montrée optimiste quant à l'évolution du PC et à la manière dont l'intelligence artificielle modifiera la façon dont les PC sont construits, utilisés et achetés. L'entreprise a atténué le battage médiatique en suggérant qu'il y aura beaucoup de bruit autour de l'IA sur le marché des PC en 2024, mais qu'à moyen terme, de nouvelles applications et des applications PC améliorées arriveront sur le marché. Les jeux et les divertissements interactifs améliorés seront les premiers mais les applications d'entreprise telles que la création de contenu et la vidéoconférence seront également imprégnées d'IA.

Les GPU de Nvidia gèrent spécifiquement les charges de travail de traitement parallèle, en utilisant de nombreux cœurs pour traiter efficacement les données en même temps. En revanche, les unités centrales de traitement, ou CPU, telles que les processeurs d'Intel pour les PC et les serveurs, ou les processeurs d'Apple pour ses Mac et

iPhones, traitent les données de manière sérielle. Le marché des jeux a toujours été le domaine de prédilection des GPU, et les cartes graphiques GPU de Nvidia ont longtemps été considérées comme les meilleures de leur catégorie. Plus récemment, les mineurs de crypto-monnaies ont découvert le besoin de GPU à traitement parallèle, ce qui a entraîné un cycle d'expansion pour Nvidia.

Plus important encore, le traitement parallèle est devenu presque indispensable pour accélérer les charges de travail de l'IA. Nvidia a pris une avance précoce dans le domaine du matériel GPU pour l'IA, mais plus important encore, elle a développé une plateforme logicielle propriétaire, Cuda, et ces outils permettent aux développeurs d'IA de construire leurs modèles avec Nvidia. Nous pensons que Nvidia n'a pas seulement une avance matérielle, mais qu'elle bénéficie de coûts de changement élevés pour les clients autour de Cuda, ce qui rend peu probable l'émergence d'un autre fournisseur de GPU en tant que leader de l'entraînement à l'IA.

Nous pensons que les perspectives de Nvidia seront liées au marché de l'IA, pour le meilleur ou pour le pire, pendant un certain temps. Nous pensons que les principaux fournisseurs de cloud continueront à investir dans des semi internes (Google et Amazon en tête), tandis que les titans du CPU AMD et Intel travaillent sur des GPU et des accélérateurs d'IA pour le centre de données.

- Les GPU de Nvidia offrent un traitement parallèle à la pointe de l'industrie, qui était historiquement nécessaire dans les applications de jeux sur PC, mais qui s'est étendu au minage de crypto-monnaie, à l'IA, et peut-être aussi à d'autres applications futures.
- Les GPU pour centres de données et la plateforme logicielle Cuda de Nvidia ont fait de l'entreprise le fournisseur dominant pour l'entraînement de modèles d'IA, un cas d'utilisation qui devrait augmenter de manière exponentielle dans les années à venir.



- L'entreprise dispose d'un avantage de premier plan sur le marché de la conduite autonome qui pourrait conduire à l'adoption généralisée de sa plateforme de conduite autonome Drive PX.
- Nvidia a été l'un des premiers leaders et concepteurs de GPU, qui ont été développés à l'origine pour décharger les tâches de traitement graphique sur les PC et les consoles de jeu. Nvidia s'est imposée comme le leader incontesté du marché des GPU discrets (plus de 80 % de parts de marché). Nous attribuons le leadership de Nvidia aux actifs incorporels associés à la conception des GPU, ainsi qu'aux logiciels, cadres et outils associés dont les développeurs ont besoin pour

travailler avec ces GPU. Les introductions récentes, telles que la technologie de ray-tracing et l'utilisation de tenseurs d'IA dans les applications de jeu, sont des signes, selon nous, que Nvidia n'a en aucun cas perdu son leadership en matière de GPU. Une analyse rapide des prix des GPU dans les jeux et les centres de données montre que les prix de vente moyens de Nvidia peuvent souvent être deux fois plus élevés que ceux de son concurrent le plus proche, AMD. Par ailleurs, nous n'envisageons pas que des sociétés émergentes puissent devenir un troisième acteur important sur le marché des GPU en dehors de Nvidia ou d'AMD.



UBSG +11.78 | +84.14%

USD



Le rachat du Credit Suisse sera l'objectif principal d'UBS dans un avenir proche. Après la crise financière mondiale de 2008, UBS se trouvait dans une situation similaire à celle du Credit Suisse avant son effondrement. La répartition du capital d'UBS était totalement déséquilibrée, 70 % de son capital étant alloué à des activités de banque d'investissement volatiles et non rentables. Au cours des 15 années suivantes, UBS a réduit le capital alloué à la banque d'investissement à 30 % et a fermé les activités de banque d'investissement qui ne soutenaient pas son activité principale de gestion de patrimoine. UBS a réduit de moitié sa base d'actifs et supprimé 30 % de sa base de coûts tout en augmentant ses revenus. L'amélioration de l'adéquation des fonds propres et de la rentabilité qui en a résulté lui a permis de racheter 20 % de ses actions au cours des cinq dernières années. Aujourd'hui, UBS va devoir recommencer.

La priorité pour UBS sera de limiter l'érosion des revenus, en particulier dans le secteur de la gestion de fortune. Une certaine attrition des revenus dans la banque d'investissement est inévitable, étant donné qu'UBS est susceptible de fermer ou de réduire considérablement certaines unités d'affaires. Le maintien des revenus permettra à UBS d'absorber une partie des coûts de restructuration importants dont elle aura besoin pour réaliser les 8 milliards de dollars d'économies qu'elle s'est engagée à réaliser. Les économies de coûts seront le principal moteur de l'accroissement significatif des bénéfices que nous attendons.

Les ajustements comptables et les éléments non récurrents entacheront les résultats d'UBS au cours des quatre prochaines années. Si l'on considère cette période, nous estimons qu'en 2027, les activités consolidées de gestion de fortune et de gestion d'actifs seront encore plus dominantes qu'elles ne l'étaient pour une UBS autonome.

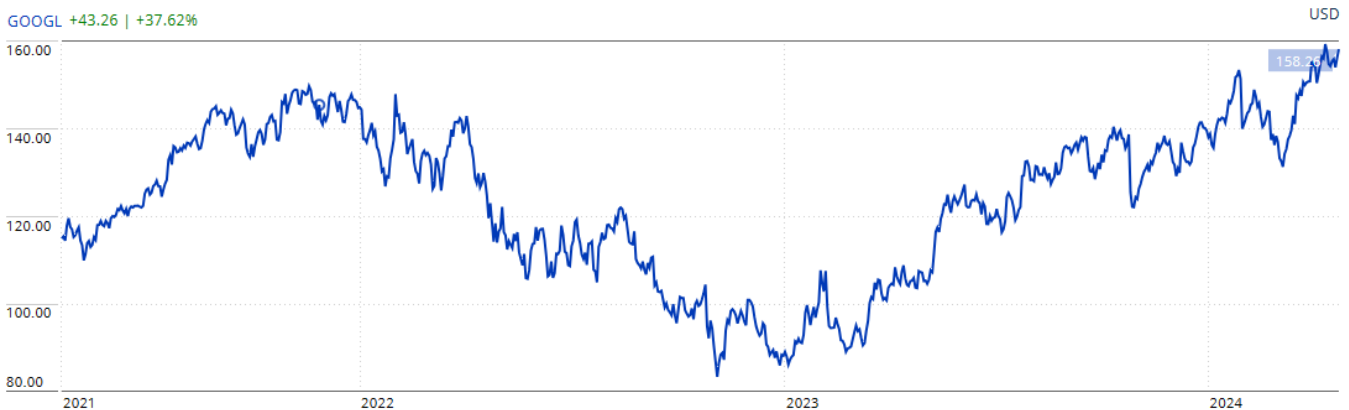
Si l'opération comporte des risques et des incertitudes, elle offre également d'importantes opportunités. UBS a acquis des employés talentueux, des relations avec la clientèle et

une base d'actifs importante pour un prix de vente élevé. Nous pensons que la croissance séculaire du secteur de la gestion de patrimoine reste intacte.

- Historiquement, UBS est l'un des gestionnaires de fortune les plus rentables au monde et occupe une position dominante dans le segment lucratif des clients très fortunés. Le rachat du Credit Suisse renforcera encore ses avantages concurrentiels.
- L'UBS a acquis le Credit Suisse à un prix de braderie, ce qui lui permet d'augmenter de 25 % ses actifs sous gestion.
- Les actifs des particuliers fortunés devraient continuer à croître plus rapidement que le produit intérieur brut nominal, en particulier dans la région Asie-Pacifique, où UBS est le leader incontesté du marché.

# ALPHABET

GOOGL +43.26 | +37.62%



Le 18 décembre, Google a annoncé que l'accord conclu en septembre avec les 50 États, le district de Columbia, Porto Rico et les îles Vierges concernant sa boutique d'applications Google Play s'élevait à 700 millions de dollars. Cet accord ne permet pas à Google de forcer les fabricants de smartphones Android à précharger sa boutique d'applications. Pour les consommateurs, le processus de téléchargement d'applications à partir des sites web des développeurs ou d'autres magasins d'applications doit être simplifié. Les téléphones Android doivent également permettre l'installation d'autres boutiques d'applications. En outre, Google ne peut pas obliger les développeurs à préparer leurs applications pour la boutique d'applications de l'entreprise en même temps que pour les autres boutiques d'applications. Malgré cela, nous pensons que Google Play conservera son effet de réseau. À long terme, même si Google Play ne sera pas préinstallé et que d'autres boutiques d'applications seront disponibles, nous pensons que les consommateurs privilégieront une boutique offrant un choix plus large, ce qui les amènera probablement à utiliser régulièrement la boutique d'applications de Google. Les développeurs considéreront également Google Play comme la meilleure option pour monétiser leurs offres, car il offre la plus grande audience et la meilleure opportunité.

Alphabet domine le marché de la recherche en ligne avec une part mondiale de plus de 90 % (80 % aux États-Unis) pour Google, grâce à laquelle il génère d'importants flux de trésorerie. Nous nous attendons à une croissance continue de la recherche, car nous restons convaincus que Google conservera sa position de leader malgré le fait que Microsoft ait été le premier à inclure l'intelligence artificielle générative dans la recherche Bing. Nous prévoyons également que YouTube et l'informatique dématérialisée contribueront davantage aux résultats de l'entreprise. Enfin, nous considérons les investissements dans les "moonshots" comme attrayants, avec une incertitude importante, mais aussi une hausse substantielle.

L'écosystème de Google se renforce à mesure que ses produits sont adoptés par un plus grand nombre d'utilisateurs, ce qui rend ses services de publicité en ligne plus attrayants pour les annonceurs et les éditeurs et se traduit par une augmentation des recettes publicitaires en ligne. Nous pensons que les recettes publicitaires peuvent continuer à croître à un taux à un chiffre élevé au cours des cinq prochaines années. L'entreprise utilise l'innovation technologique pour améliorer l'expérience de l'utilisateur dans presque toutes ses offres Google, tout en rendant la vente et l'achat d'annonces efficaces pour les éditeurs et les annonceurs.

La plupart des projets les plus futuristes d'Alphabet ne génèrent pas encore de revenus mais la hausse est intéressante s'ils aboutissent, car l'entreprise vise de nouveaux marchés. Waymo, l'entreprise d'Alphabet spécialisée dans la technologie des voitures autonomes, en est un bon exemple : D'après diverses études, elle pourrait exploiter un marché évalué à plusieurs dizaines de milliards de dollars d'ici 10 à 15 ans.

- L'augmentation du nombre d'utilisateurs en ligne et de l'usage qui en est fait entraîne celle des dépenses publicitaires numériques, dont Google restera l'un des principaux bénéficiaires.
- La part de marché mondiale dominante d'Android sur les smartphones permet à Google d'être bien placé pour continuer à générer une croissance du chiffre d'affaires à mesure que le trafic de recherche se déplace de l'ordinateur de bureau vers le mobile.
- Les importantes liquidités générées par les activités de recherche de Google permettent à Alphabet de se concentrer sur l'innovation et les opportunités de croissance à long terme qu'offrent les nouveaux domaines.



# KEYENCE CORP

6861 +13,780.00 | +26.43%

JPY



Keyence est une société japonaise fondée en 1972 qui développe et vend des capteurs d'automatisation industrielle, des systèmes de vision industrielle, des lecteurs de codes-barres, des automates programmables, des marqueurs laser, des instruments de mesure et des microscopes numériques. L'entreprise a un modèle d'entreprise sans usine, dans lequel la fabrication de ses produits est confiée à des entreprises sous-traitantes qualifiées, tandis qu'elle se concentre sur la planification et le développement des produits. Elle sert des clients dans les secteurs de l'automobile, de la métallurgie, des semi-conducteurs, de l'alimentation, des produits pharmaceutiques.

Keyence externalise sa production d'une manière très efficace. Grâce à ses marges brutes constamment élevées sur le long terme, même avec un modèle d'externalisation, Keyence dispose d'un certain pouvoir de négociation en ce qui concerne les coûts avec son réseau de fournisseurs. L'entreprise achète des matières premières en gros, qui sont ensuite envoyées aux fournisseurs des composants de ses produits. Elle collecte ensuite les composants finis avant de les envoyer aux assembleurs. De cette manière, les assembleurs ne connaissent pas les fournisseurs de composants, ce qui les empêche de connaître l'ensemble du processus de production et donc de devenir des concurrents. Les bonnes performances de l'entreprise sont dues à son utilisation rigoureuse des données pour innover de nouveaux produits et à son modèle de vente directe. Ses ingénieurs et ses développeurs utilisent des années de données accumulées sur les clients pour fournir des solutions d'automatisation des usines, ce qui se traduit par des ventes plus élevées par contrat.

Les perspectives de Keyence en matière de demande sont solides, car les systèmes de vision industrielle et les capteurs répondent à des enjeux séculaires tels que les économies d'énergie, le contrôle de la qualité des produits et les pénuries de main-d'œuvre.

Keyence détient une part de marché mondiale d'environ 10 % dans le domaine des systèmes et l'entreprise peut se permettre de coûts de vente un peu plus élevés que ses concurrents car compte-tenu des risques de production (principalement l'arrêt des chaînes en cas de dysfonctionnement du contrôle de qualité), les entreprises ont tendance à s'adresser à des fournisseurs d'équipements qui ont de solides antécédents, même s'ils sont plus chers.

Suite à la forte augmentation des effectifs (+/- 18% de hausse du personnel) en 2022 et 2023, les marges se sont quelque peu tassées. Néanmoins l'augmentation agressive des effectifs réaffirme notre attente d'une trajectoire de revenus forte à moyen terme, que nous prévoyons être de 12% en moyenne entre 2023 et 2027. En outre, comme nous continuons de penser que les nouvelles recrues contribueront non seulement à la croissance du chiffre d'affaires, mais aussi à l'expansion des marges à moyen terme, nous maintenons notre hypothèse de marge de milieu de cycle à 55,5 % pour 2027.



# STELLANTIS



Stellantis NV est née le 16 janvier 2021 de la fusion de Fiat Chrysler Automobiles et du Groupe PSA. La combinaison des deux entreprises a donné naissance au cinquième constructeur automobile mondial (derrière Toyota, VW, Kia et l'alliance Renault/Nissan), avec 14 marques automobiles.

En 2023, Stellantis a réalisé un volume de ventes de 6,2 millions de véhicules et un chiffre d'affaires de 189,5 milliards d'euros, bien qu'affecté par la pénurie de puces électroniques. L'Europe est le plus grand marché de Stellantis, représentant 44 % du volume mondial en 2023, tandis que l'Amérique du Nord et l'Amérique du Sud représentaient respectivement 29 % et 15 %.

La direction avait prévu environ 5 milliards d'euros de synergies annuelles de flux de trésorerie provenant de la fusion, dont 80 % devaient être réalisées d'ici la fin de l'année. 75% des synergies ont été ciblées sur la convergence des technologies, des plateformes et des produits, l'optimisation des investissements en recherche et développement et des processus de fabrication ainsi que sur les achats. La direction a noté qu'à la fin de 2022, l'entreprise avait déjà réalisé 7,1 milliards d'euros de synergies de flux de trésorerie, dépassant l'objectif initial avec deux ans d'avance. Des synergies supplémentaires devraient apparaître au cours des trois prochaines années. Étant donné qu'il faut entre 18 mois et trois ans pour développer et lancer un nouveau véhicule, l'adoption généralisée d'architectures de véhicules et de pièces communes dans l'ensemble du portefeuille de produits de Stellantis n'a pas encore eu lieu.

Les prévisions de la direction pour 2024 reflètent plusieurs vents contraires, notamment la normalisation des prix, l'augmentation des coûts de main-d'œuvre et un mix plus élevé de véhicules électriques, qui sont tous susceptibles de peser sur les marges. Cependant, la société réitère son attente de marge à deux chiffres et s'attend à un free cash flow en 2024. Le contexte macroéconomique en 2024 pourrait permettre une croissance des revenus, car les taux

d'intérêt devraient se modérer, ce qui rendra les véhicules plus abordables pour les consommateurs.

#### 4 derniers points positifs sur la société :

- Pour le plus grand plaisir des actionnaires, la direction a annoncé un nouveau plan de rachat d'actions alléchant de 3 milliards d'euros et des dividendes de 1,55 euro par action en 2024.
- La faiblesse des stocks mondiaux de véhicules toujours due au covid-19 et à la pénurie de puces électroniques a renforcé l'environnement tarifaire actuel, ce qui devrait améliorer les marges à court terme.
- L'expansion mondiale des marques haut de gamme comme Alfa Romeo, DS, Jeep et Maserati renforce le revenu moyen par unité et améliore la rentabilité.
- En termes de valorisation Stellantis est dans doute une des sociétés les moins chères de son secteur.



**WATERLOO OFFICE**

Drève Richelle 161 Bte 63  
1410 Waterloo - Belgique  
Tel : +32 (0) 2 357 03 40  
Fax : +32 (02) 2 357 03 49

**LUXEMBOURG OFFICE**

Place de Paris 2  
L-2314 Luxembourg  
Tel : +352 2 848 8882